

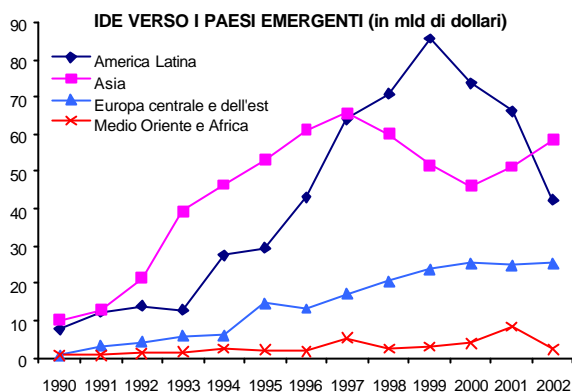
## Focus settimanale del Servizio Studi BNL

**4 novembre 2003**  
**n. 35 - 2003**

**Coordinamento:**  
**Giovanni Ajassa**  
*capo economista*  
☎ 06 4702 8414  
giovanni.ajassa@bnlmail.com

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO  
Via Vittorio Veneto 119-00187 Roma  
Direttore Responsabile:  
Giovanni Ajassa  
Aut. Del Tribunale di Roma  
n. 159/2002 del 9/4/2002

le opinioni espresse non impegnano la  
responsabilità della Banca



**IDE VERSO I PAESI EMERGENTI**  
**Top 10 (in milioni di dollari)**

	2000	2001	2002
Cina	40.772	46.846	52.700
Brasile	32.779	22.457	16.566
Messico	15.483	25.335	13.627
Repubblica Ceca	4.984	5.639	9.319
Polonia	9.341	5.713	4.119
Slovacchia	1.925	1.579	4.012
India	2.319	3.403	3.449
Malaysia	3.788	554	3.203
Russia	2.714	2.469	2.421
Colombia	2.237	2.521	2.034

Fonte: Unctad

- ✓ Cambiano le motivazioni e la destinazione prevalente dei flussi di investimenti diretti all'estero (IDE) indirizzati verso i paesi emergenti. Non più solo la disponibilità di un'elevata produttività del lavoro e di bassi salari, ma anche la ricerca di mercati promettenti in termini di crescita della domanda interna. Sotto entrambi i criteri spicca l'interesse per la Cina, ma anche per l'India e, fuori dall'Asia, per Messico e Brasile
- ✓ I pagamenti tramite POS sorpassano quelli mediante assegni bancari. Progressivamente, anche in Italia crescono la diffusione e l'utilizzo della "moneta elettronica".

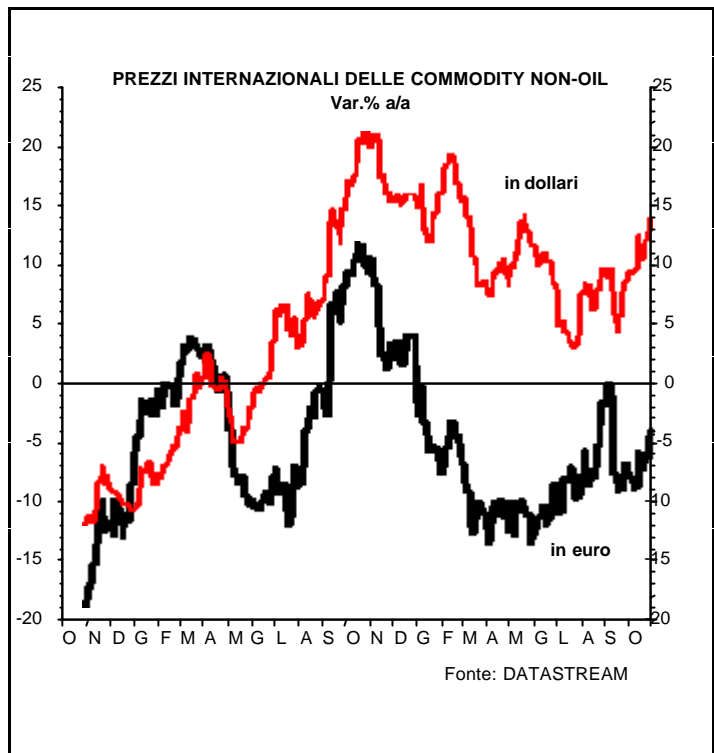
## MATERIE PRIME TRAINATE DALLE ASPETTATIVE

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – antonio.sagnotti@bnlmail.com

- Le quotazioni delle *commodity* industriali espresse in dollari hanno evidenziato cospicui aumenti nel 2003. Corsi elevati hanno riguardato in particolare i metalli non ferrosi e gli acciai. In crescita anche i prezzi dei derivati del petrolio e delle materie prime agricole.
- A sostenere i prezzi delle *commodity* sono state soprattutto le carenze di offerta e le aspettative di una progressiva accelerazione dell'attività industriale, mentre la domanda effettiva non ha finora impresso ai prezzi una spinta rialzista autonoma. Una maggiore domanda delle materie prime industriali diffusa in modo più omogeneo tra le diverse aree geografiche è prevista solo a partire dal 2004.

Le quotazioni espresse in dollari delle *commodity non-oil* appaiono in continuo aumento. Nel periodo compreso tra novembre 2002 e ottobre 2003, l'incremento medio annuo è stato pari all'11,8%, contro l'1,2% registrato nei dodici mesi precedenti. L'apprezzamento della divisa europea sul dollaro verificatosi nell'ultimo anno ha favorito una tendenza opposta per quanto riguarda i corsi delle materie prime espressi in euro. Sempre nel periodo novembre 2002-ottobre 2003, la flessione è stata pari al 6% circa. L'aumento delle quotazioni in dollari ha riguardato particolarmente i metalli non ferrosi e si è intensificato nel mese di ottobre. I rialzi dei mesi precedenti si erano riversati solo su nickel e rame, maggiormente interessati da prospettive di deficit di offerta. Con gli aumenti del mese scorso, il nickel si è portato oltre la soglia di 11 mila dollari e il rame oltre i 9 mila dollari la tonnellata, valori che non venivano raggiunti dall'ultima fase di espansione ciclica del 2000. Gli aumenti dei corsi dei non ferrosi hanno inoltre riguardato diffusamente stagno e piombo, anch'essi con prospettive di carenza produttiva, ma anche alluminio e zinco, caratterizzati invece da prospettive di offerta ancora in eccedenza. Tra i materiali di base legati al processo industriale va segnalato l'incremento ragguardevole dei prezzi degli acciai registrato nei primi dieci mesi del 2003 (22,5% per i prodotti piani e 35% circa per i lunghi). In crescita anche tutti i prezzi delle *commodity* legate ai corsi del petrolio, tra cui le materie plastiche (17%) e i materiali organici di base (24%). Spiccano ancora gli incrementi delle quotazioni della lana, che ha visto contrarre l'offerta a seguito della grave siccità che ha colpito l'Australia, principale paese esportatore, e i mercati recuperi di quelle del cotone, il cui mercato si sta riequilibrando anche in questo caso per il progressivo formarsi di un deficit produttivo. Infine, l'andamento delle *soft-commodity* (cacao, semi oleosi, caffè, cereali e zucchero), trascinate dal trend rialzista dei cereali, stanno puntando verso l'alto nella parte finale del 2003.

L'andamento delle quotazioni delle materie prime è legato al ciclo mondiale della produzione industriale, utilizzata come *proxy* della domanda di *commodity* sui mercati internazionali. Questa, pur avendo complessivamente registrato una certa ripresa, presenta una dinamica sostenuta soltanto nelle economie dei paesi asiatici e non giustifica, da sola, il rimbalzo delle quotazioni. Soprattutto nella prima parte dell'anno, i fondi di investimento hanno giocato un ruolo fondamentale nel sostenere le quotazioni delle materie prime. Il maggior interesse degli operatori finanziari per le *commodity* è stato il risultato dell'attività di diversificazione di portafoglio che aveva portato i fondi ad allontanarsi dai più rischiosi mercati azionari. Sono state quindi le aspettative di una progressiva accelerazione dell'attività industriale a sostenere finora i prezzi delle materie prime, mentre la domanda effettiva non è ancora riuscita a imprimere ai prezzi una tendenza rialzista autonoma. Un'accelerazione della produzione industriale diffusa in modo omogeneo tra le diverse aree geografiche è prevista solo a partire dal 2004. Nel biennio 2004-05, la possibile flessione dei prezzi energetici sarà compensata da una maggiore forza dei prezzi delle *commodity* industriali. Si potrà comunque assistere a una stabilizzazione delle quotazioni su livelli medi solo moderatamente superiori a quelli del 2003. Le quotazioni dei metalli non ferrosi mostreranno probabili ulteriori recuperi, mentre i prezzi delle materie prime che hanno subito forti rincari già nel corso di quest'anno evidenzieranno aumenti più contenuti o lievi flessioni. In particolare, i prezzi degli acciai e del rottame di ferro dovrebbero stabilizzarsi su livelli elevati, mentre la gran parte dei derivati del petrolio potrebbero evidenziare flessioni nelle quotazioni.



## IL CAPITALE ALLA RICERCA DI NUOVI MERCATI

P. Verduci ☎ 06-47027281 – paola.verduci@bnlmail.com

- Negli ultimi anni la motivazione alla base delle decisioni degli investimenti diretti esteri nei paesi emergenti non è stata solo la ricerca di un'elevata produttività del lavoro corretta per i salari, ma la ricerca di mercati promettenti in termini di crescita di domanda interna.
- Per il futuro gli operatori si attendono uno spostamento della composizione settoriale degli investimenti diretti all'estero verso il turismo e le telecomunicazioni a discapito dei servizi finanziari ed energetici dove più elevata è la percezione di rischi di natura regolamentare.

Gli afflussi di capitale verso i paesi emergenti sono notevolmente aumentati negli anni novanta a seguito dell'avvio delle riforme strutturali ed economiche in Cina come nell'America Latina e allo sviluppo del commercio internazionale. La composizione dei flussi di capitale è variata, con la quota di investimenti diretti all'estero (IDE) in costante aumento, tanto da diventare la principale fonte di capitali in entrata. Le crisi degli anni Ottanta e le più recenti nell'est asiatico e in Russia hanno infatti confermato quanto sia importante per la crescita economica la stabilità degli investimenti di lungo termine, meno volatili rispetto a finanziamenti quali i prestiti bancari o i movimenti di portafoglio. Il recente calo (-31% nel biennio 2001-2002) è in parte attribuibile a movimenti ciclici che riflettono i trend di crescita delle economie e lo scoppio della bolla tecnologica. Inoltre è concentrato soprattutto nell'America Latina (-33% nel 2002) a causa sia della recessione economica dell'area, sia del rallentamento delle attività di fusione e acquisizione e dei processi di privatizzazione. I settori maggiormente colpiti dal calo degli investimenti sono quelli delle *utilities* e dei servizi bancari in quanto in questi ambiti sono stati maggiori i rischi regolamentari.

Storicamente gli IDE sono stati prevalentemente effettuati nell'attività estrattiva verso paesi dotati di risorse naturali o sono stati associati allo sviluppo di produzioni per l'esportazione ad alta intensità di lavoro nei paesi con bassi costi di manodopera (*efficiency seeking*).

In questi anni si è assistito ad uno spostamento verso una strategia di investimento orientata alla ricerca di nuovi mercati (*market-seeking strategy*), soprattutto nel settore dei servizi.

Ognuna di queste strategie presenta delle caratteristiche peculiari. Gli IDE con strategia diretta alla ricerca di mercati promettenti si basano sulle dimensioni e sulle prospettive di crescita del mercato ospite, orientandosi verso i paesi con una crescente domanda interna. Gli IDE con strategia orientata all'efficienza produttiva, scelta nel caso in cui i mercati esteri siano utilizzati come piattaforma per le esportazioni, si basano non tanto e non solo su un basso costo del lavoro, ma su elevati livelli di produttività del lavoro corretta per i salari. Gli IDE nei settori dell'industria estrattiva guardano ai paesi con ampia disponibilità di risorse naturali.

Sebbene le motivazioni alla base degli investimenti differiscano a seconda dei paesi di destinazione e dei settori economici in cui si interviene, almeno due insiemi di fattori generali appaiono determinanti e comuni alle varie strategie di investimento.

Il primo insieme è connesso al contesto economico ed è costituito da fattori quali la stabilità del tasso di cambio, una bassa inflazione, prospettive di crescita sostenute, l'adesione ad accordi di libero scambio, la disponibilità di infrastrutture, un regime fiscale stabile. Il secondo riguarda gli aspetti regolamentari e istituzionali, quali un clima favorevole agli investimenti, una situazione politica ed un contesto legale stabili, la qualità della burocrazia.

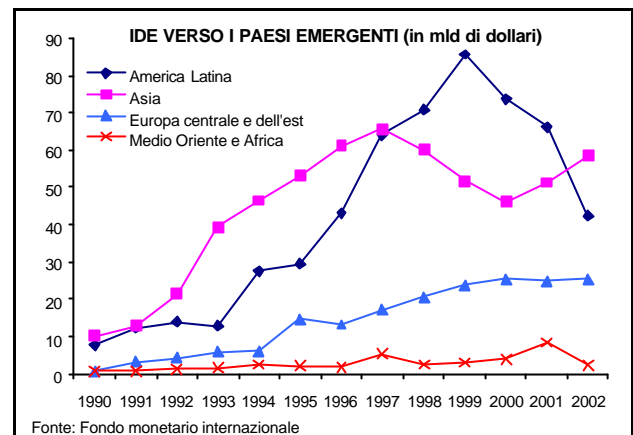
In relazione alle prospettive degli IDE nel prossimo biennio, si osserva che nella maggior parte dei paesi è prevista una ripresa nel medio termine, in particolare nei settori del turismo e delle telecomunicazioni. Quindi dovremmo assistere ad uno spostamento graduale nella composizione settoriale degli IDE a discapito di settori quali l'*Information Technology*, i servizi finanziari ed energetici, nei quali è aumentata la percezione dei rischi, in particolar modo di tipo regolamentare.

Storicamente le attività principalmente oggetto di IDE sono sempre state la produzione, distribuzione e vendita che venivano riallocate dove le condizioni erano più favorevoli e dove si aprivano nuovi mercati. E' solo recente la tendenza a trasferire all'estero anche altre funzioni, come le attività di ricerca e sviluppo e le funzioni di *back-office* (*call centre* e contabilità). Lo sviluppo della tecnologia delle comunicazioni permette infatti di posizionare i servizi amministrativi nelle aree maggiormente competitive. Sono soprattutto i paesi emergenti che vedono nell'esternalizzazione dell'attività di ricerca e sviluppo una fonte consistente di IDE.

La strategia dominante anche per il futuro è quella orientata alla ricerca di mercati promettenti, quindi saranno preferiti i paesi aderenti ad accordi di libero scambio capaci di aumentare la domanda interna e regionale. Anche i paesi caratterizzati da elevati livelli di produttività del lavoro corretta per i costi continueranno ad attirare gli investimenti mirati all'*efficiency seeking*, in particolar modo se continuerà il processo di liberalizzazione nei settori ad alta intensità di lavoro come il tessile e l'abbigliamento.

L'area di maggior interesse per il futuro sarà l'Asia e in particolare la Cina sia per le potenzialità di sviluppo di un ampio mercato di consumatori, sia perché offre condizioni di produzione competitive. Anche l'India, grazie ad un ampio mercato e ad una forza lavoro specializzata, continuerà ad attrarre investimenti soprattutto nei settori ad alta tecnologia. Sebbene un difficile contesto di mercato, la mancanza di infrastrutture adeguate, le incertezze e le lungaggini burocratiche continuino a limitare i flussi verso questo paese.

Nell'ambito europeo i paesi aderenti giocheranno un ruolo di primo piano in qualità di destinatari, soprattutto per i bassi costi produttivi volti a sostenere la produzione di beni destinati all'esportazione. La Russia grazie alla dotazione di risorse naturali e alla presenza di un ampio mercato di potenziali consumatori dovrebbe ricevere ingenti flussi di capitale. Nell'America Latina, il Brasile continua a rappresentare il paese preferito di destinazione in considerazione dell'ampio mercato di consumatori potenziali. Il Messico, sulla spinta del NAFTA, delle dimensioni del mercato e di un minore rischio politico, potrebbe superare il Brasile.



	2000	2001	2002
Cina	40.772	46.846	52.700
Brasile	32.779	22.457	16.566
Messico	15.483	25.335	13.627
Repubblica Ceca	4.984	5.639	9.319
Polonia	9.341	5.713	4.119
Slovacchia	1.925	1.579	4.012
India	2.319	3.403	3.449
Malaysia	3.788	554	3.203
Russia	2.714	2.469	2.421
Colombia	2.237	2.521	2.034

Fonte: Unctad

## LA GERMANIA AVANZA SULLA VIA DELLE RIFORME

A. De Romanis ☎ 06-47028441 – [amalia.deromanis@bnlmail.com](mailto:amalia.deromanis@bnlmail.com)

- La Germania sta varando uno dei più impegnativi programmi di riforme dell'ultimo ventennio.
- Il Bundestag ha approvato la riforma sanitaria e quella del mercato del lavoro, unitamente a sgravi fiscali e ha cominciato l'esame delle norme sui risparmi riguardanti il settore pensionistico.
- Gran parte delle misure devono ancora essere approvate dalla camera alta tedesca, il Bundesrat.

L'economia tedesca sta per archiviare il terzo anno di stagnazione. Lo sforzo economico imposto dalla riunificazione con la Germania dell'Est è tra i fattori che maggiormente l'hanno danneggiata. L'intervento dello Stato a favore delle regioni orientali ha concorso al deterioramento della finanza pubblica, nonostante l'inasprimento della pressione fiscale. L'impiego delle risorse destinate all'Est si è inoltre rivelato inefficiente. La Germania occidentale ha, in definitiva, allargato il suo costoso sistema di sicurezza sociale e i suoi livelli retributivi all'Est, senza riuscire ad innalzare la competitività dell'apparato produttivo. A rischio c'è la sostenibilità del sistema di sicurezza sociale, complice il progressivo invecchiamento della popolazione. Il deterioramento dei

conti pubblici impone tagli di spesa, a fronte di un deficit/Pil che supererà il 3% sia nel 2003 che nel 2004. L'indice IFO ha messo a segno in ottobre il sesto aumento consecutivo avvalorando le ipotesi del rapporto d'autunno dei sei principali istituti tedeschi che, pur avendo indicato crescita zero per il 2003, hanno sottolineato la possibilità di un'accelerazione nel 2004 verso l'1,7%.

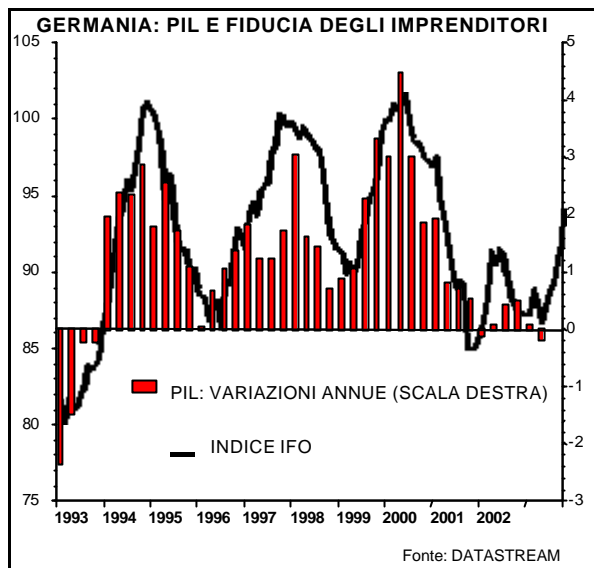
Per facilitare il superamento della fase di stallo economico, aumentare il potenziale di crescita del paese e favorire il riequilibrio dei conti pubblici il governo punta su una serie di riforme presentate dal Cancelliere Gerhard Schroeder a marzo 2003 come il progetto "Agenda 2010" che include misure finalizzate ad allentare le norme a protezione del lavoro, a tagliare una serie di spese a sostegno dei disoccupati e della sanità e a rivedere la contrattazione collettiva. Allo stadio attuale il Bundestag ha approvato con due votazioni, il 26 di settembre e il 17 di ottobre, la riforma sanitaria e quella del mercato del lavoro, unitamente a sgravi fiscali. Inoltre, il 24 di ottobre il Bundestag ha cominciato l'esame dei risparmi riguardanti il settore pensionistico con l'obiettivo di arrivare al voto finale nel corso di novembre e di consentirne l'entrata in vigore il primo gennaio 2004. Il taglio delle tasse annunciato è pari a circa l'1% del Pil. Tuttavia, le riduzioni apportate ai sussidi di disoccupazione, alle prestazioni sanitarie e previdenziali compenseranno in gran parte le minori imposte. L'effetto della riforma si concretizzerà prevalentemente in una più efficiente distribuzione delle risorse e in un miglioramento del clima di fiducia, ma l'andamento dell'occupazione rimarrà la variabile che inciderà maggiormente sui consumi delle famiglie che rischiano di rimanere deboli.

Il pacchetto fiscale include, in primo luogo, 1) due tranches di sgravi fiscali per un totale di 20 miliardi di euro a favore di famiglie e imprese a partire da gennaio 2004. Si sommano gli sgravi del 2003 da circa 6 miliardi di euro che erano stati rimandati a causa delle alluvioni dell'agosto 2002 e l'anticipo di un anno degli alleggerimenti fiscali predisposti per il 2005 in 15 miliardi. 2) Si attiva anche uno "scudo fiscale" per i risparmi reimpatriati tra il primo gennaio e il 31 dicembre del 2004 che saranno tassati con l'aliquota del 25%, in aumento al 35% sui fondi dichiarati nel primo trimestre del 2005. Si stimano entrate aggiuntive per le casse dello Stato nell'ordine dei 5 miliardi di euro. 3) Vengono potenziati tributi minori e viene aumentato di circa un euro il prezzo del pacchetto di sigarette entro il 2005 il cui ricavato dovrà finanziare parte della riforma sanitaria.

La riforma sanitaria, che entrerà in vigore dal primo gennaio 2004, punta ad ottenere risparmi per circa 20 miliardi di euro. Tra le misure più rilevanti figura l'eliminazione dei rimborsi per i farmaci senza prescrizione medica; il controllo dei prezzi su alcune tipologie di farmaci brevettati. I pazienti che si sottopongono regolarmente ai programmi di prevenzione e controllo non riceveranno più alcune tipologie di rimborsi come, per esempio, quello del taxi usato per recarsi in ospedale, avranno l'obbligo di pagare un ticket del 10% su tutte le singole prestazioni mediche e visite dentistiche. I pazienti dovranno pagare il ticket anche sui ricoveri ospedalieri fino a un massimo di 280 euro all'anno. Vengono cancellate forme di coperture assicurative pubbliche che finanziavano spese dentistiche. Dal 2007 scatterà l'obbligo di sottoscrizione di un'assicurazione sanitaria privata senza distinzioni tra operai e impiegati.

La riforma del mercato del lavoro rende meno rigidi i termini della notifica della risoluzione del contratto di lavoro (licenziamento) nelle piccole e medie imprese e riduce il periodo durante il quale si potrà beneficiare dei sussidi di disoccupazione. Tra le principali misure figura la unificazione degli assegni sociali e dei sussidi di disoccupazione. La durata di versamento dei sussidi viene ridotta da 32 a 12 mesi, che salgono a 18 mesi per chi ha più di 55 anni. I disoccupati che dovessero respingere offerte di lavoro "ragionevoli" si vedranno tagliare il sussidio.

La riforma previdenziale in discussione al Bundestag prevede di congelare gli aumenti delle pensioni previsti dal luglio 2004 e di ridurre l'aliquota di rivalutazione dei trattamenti pensionistici a partire dal 2005. Dal 2004 quasi 20 milioni di pensionati dovrebbero pagare l'1,7% per contributi sull'assicurazione sociale per la cura degli anziani infermi che è una quota doppia rispetto a quella attualmente pagata. Dal 2004 però i contributi pensionistici non dovrebbero crescere, restando alla quota attuale pari al 19,5% della retribuzione (reddito lordo). Schroeder si è detto contrario ad elevare l'età pensionabile dagli attuali 65 a 67 anni.



## IL RUBINETTO TIENE DOVE SERVE QUALITÀ

P. Di Falco ☎ 06-47028442 – pulisia.difalco@bnlmail.com

- La rubinetteria italiana è *leader* al mondo per qualità e volumi prodotti. Ciò nonostante il settore denuncia una perdita di competitività dovuta sia all'ingresso sui mercati internazionali dei prodotti asiatici di basso prezzo sia alle grandi imprese tedesche che possono permettersi investimenti in *marketing* e *design*.
- Il 2003 non sarà un anno particolarmente favorevole per i produttori di rubinetti. Con il carnet di ordini ridotto a un mese si profila una contrazione dell'attività produttiva nell'ultima parte dell'anno. Inoltre l'apprezzamento dell'euro sul dollaro sta causando difficoltà nelle vendite all'estero che per questa produzione costituiscono una voce importante di profitto.

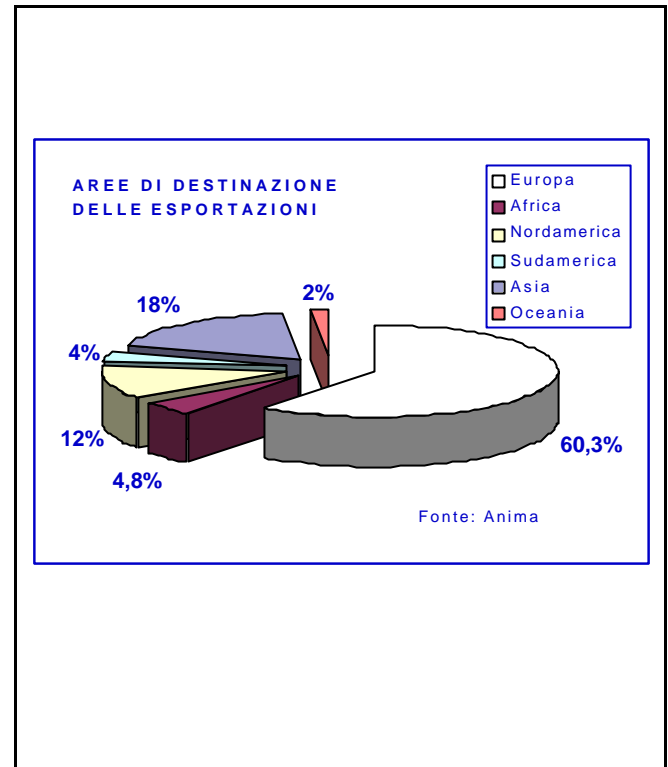
La fabbricazione di rubinetti in Italia coinvolge un numero elevato di imprese di piccola e media dimensione, geograficamente concentrate nei distretti di Cusio-Valsesia, in Piemonte, e in quello di Lumezzane in Lombardia. Due aree che garantiscono all'Italia la *leadership* mondiale con un fatturato annuo superiore ai 4,5 miliardi di euro, di cui il 60% realizzato con le esportazioni. A livello di prodotti, esiste una distinzione rilevante tra la rubinetteria di erogazione (detta anche sanitaria o cromata) e la rubinetteria di intercettazione o regolazione detta anche "gialla". Attualmente la maggior parte delle imprese del settore è specializzata nella produzione di uno dei prodotti poiché le competenze richieste e i mercati di sbocco sono diversi. La rubinetteria cromata abbraccia una vasta gamma di prodotti che vanno dai rubinetti tradizionali a quelli monocomando, termostatici o a comando non manuale (a fotocellula o a tempo) e, infine, alla rubinetteria per docce. Il comparto del monocomando rappresenta il 50% della domanda seguito dalla quello tradizionale (37%), mentre il mercato dei rubinetti termostatici e a fotocellula rimane limitato a laboratori, studi medici e locali pubblici.

Il 2003 sta mostrando un andamento meno favorevole di quello evidenziato nel 2002 che si era chiuso per il settore con un bilancio positivo (+3,5%). Quest'anno, oltre il 30% delle aziende ha denunciato un calo di fatturato sia in Italia sia all'estero. Sul mercato interno, qualche elemento di preoccupazione per l'intero comparto viene dal settore delle costruzioni che dopo alcuni anni di forte espansione mostra tassi di crescita più contenuti. Sul fronte estero, l'andamento delle esportazioni è risultato nel complesso in rallentamento: a fronte di una discreta tenuta dei mercati europei sono apparse in frenata le vendite dirette nei paesi del continente americano e in quelli dell'Oriente. Nei primi, la diminuzione delle esportazioni è dovuta principalmente all'apprezzamento dell'euro sul dollaro che costringe ad abbassare i prezzi, mentre nei Paesi del Medio Oriente e del Far East è la concorrenza dei produttori locali a spingere i prezzi verso il basso. Prescindendo dalla situazione congiunturale, il settore evidenzia una perdita di competitività soprattutto nei confronti dei produttori asiatici. I concorrenti del Far East hanno acquisito quote crescenti di aree di mercato con la parziale eccezione dell'Europa occidentale e dell'area del Nafta, dove il livello di qualità dei prodotti richiesti dal mercato e le normative di sicurezza, funzionalità e qualità fungono da freno a un'accelerata penetrazione.

In particolare, le importazioni dalla Cina di rubinetteria e valvolame sono aumentate sensibilmente nell'arco di pochi anni: dai circa 50 milioni di euro del '96 sono passate agli oltre 330 del 2002. Nello stesso periodo la quota di mercato dell'Italia è scesa dal 17 al 15%; quella cinese è salita dallo 0,6% al 3,7%. Contrastare l'avanzata dell'Estremo Oriente non è semplice poiché i cinesi agiscono sul doppio fronte del prezzo (un rubinetto "*made in China*" costa circa il 40% in meno di quello fabbricato a Lumezzane) e della contraffazione, arrivando a riprodurre fedelmente i marchi delle aziende italiane. L'import di rubinetti proveniente dai paesi extra-Ue e asiatici ha favorito, a scapito della qualità dei prodotti e dei servizi, acquisti fatti unicamente a prezzo più basso, obbligando così i produttori italiani a una riduzione dei margini operativi, con diminuzione del reddito e degli investimenti.

La Cina non è la sola spina nel fianco per i produttori di rubinetti che subiscono anche la concorrenza delle grandi imprese tedesche, forti degli investimenti in *marketing* e *design*. Il settore - che resta comunque uno dei punti di forza del *made in Italy* - può contare su nuovi sbocchi di mercato. Il Canada, per esempio, rappresenta la nuova frontiera per le aziende di rubinetterie: si è infatti registrato un sensibile aumento della propensione delle aziende canadesi a rivolgersi a rubinetterie di produzione italiana. Lo scorso anno l'Italia si è collocata al secondo posto fra i fornitori stranieri di rubinetti, con una quota di mercato del 4,6%. La domanda canadese è rivolta particolarmente ai prodotti di fascia media e alta, nella quale l'Italia non ha concorrenti. Un mercato in espansione, dunque, dovuto anche al *boom* delle ristrutturazioni, all'andamento positivo della congiuntura nel settore dell'edilizia residenziale, e, non ultimo, al fenomeno del "*baby boom*", l'aumento delle nascite che da qualche anno sta interessando tutto il Canada.

Al livello di competitività cui è sottoposto il settore, l'unica risposta possibile è quella dell'alta qualità. I fattori che condizioneranno il successo dei produttori italiani nei prossimi anni sono legati alla possibilità di ottenere la certificazione dei prodotti, alla capacità di rispondere alle richieste del mercato in modo flessibile e a fornire un servizio di assistenza post-vendita. L'aumento dimensionale delle imprese resta inoltre la via obbligata per affrontare investimenti in ricerca e tecnologia.





## IMPRESE FAMILIARI: IL NODO DELLA SECONDA GENERAZIONE

S. Costagli ☎ 06-47027054 – simona.costagli@bnlmail.com

- Il fenomeno della gestione familiare delle imprese è diffuso in pressoché tutti i paesi; le percentuali più elevate, tuttavia, si osservano nei paesi a reddito medio-basso e in quelli con un mercato dei capitali meno sviluppato. Tuttavia, anche negli Stati Uniti, numerosi discendenti dei fondatori ricoprono cariche dirigenziali in molte grandi imprese. Queste esibiscono risultati spesso migliori delle concorrenti “non familiari”.
- In Italia il peso della proprietà familiare tra le grandi imprese è sceso: oggi solo due grandi gruppi familiari compaiono tra i primi 10 per livello di capitalizzazione. Il fenomeno è molto rilevante invece nelle PMI, dove il passaggio alle generazioni successive pone spesso problemi insormontabili.

Nei paesi anglosassoni, diviene sempre più comune l'espressione *dynastic management*, con la quale la letteratura recente indica una situazione in cui le famiglie proprietarie delle imprese ricoprono anche alte cariche dirigenziali in azienda. In effetti, il fenomeno della proprietà familiare è diffuso in tutto il mondo, anche se si osserva una percentuale superiore nei paesi in via di sviluppo e in quelli che hanno mercati azionari meno sviluppati. Inoltre, dove vi è una minore protezione degli investitori, la percentuale è in media del 12% più elevata rispetto agli altri.

Alla fine degli anni Novanta, nei paesi a medio reddito la percentuale di imprese gestite dalla famiglia proprietaria risultava particolarmente elevata: 65% in Argentina, 50% in Grecia, 45% in Portogallo. Alla stessa data, in India, le imprese familiari generavano il 70% delle vendite totali e dei profitti netti delle 250 maggiori imprese private. Le 15 maggiori famiglie controllavano oltre il 60% delle imprese quotate in Indonesia; il 50-60% nelle Filippine e in Thailandia; oltre il 30% nella Corea del Sud e a Hong Kong; oltre il 20% a Singapore, in Malesia, e a Taiwan. In tali contesti, in media, nel 70% dei casi un rappresentante della famiglia proprietaria è coinvolto nella gestione dell'impresa in qualità di amministratore delegato, presidente, presidente onorario o vice presidente.

In realtà quello della proprietà familiare è un carattere comune anche in paesi più ricchi o con mercati dei capitali più sviluppati. Nei paesi più ricchi, infatti, la proprietà familiare sfiora in media il 30%. Negli Stati Uniti, in particolare, il controllo da parte delle famiglie proprietarie è rilevante in molte delle maggiori imprese: sul finire del 2001, i discendenti dei fondatori detenevano posizioni decisionali importanti, tra l'altro, presso Hewlett-Packard, Wal-Mart, Motorola, Nordstrom, Coca-Cola, Ford, IBM, New York Times. In un terzo circa delle società quotate allo S&P 500 (177 grandi imprese) il fondatore o membri della stessa famiglia ricoprono un ruolo rilevante nell'amministrazione. La *performance* di tali imprese, inoltre, appare negli ultimi anni migliore di quella registrata dalle imprese non familiari, sia in termini di ROA, sia relativamente ai dividendi distribuiti. Il vantaggio si assottiglia, anche se non si perde completamente, in corrispondenza del passaggio alla seconda generazione. Questi dati appaiono in contrasto con quanto rilevato in altri paesi, nei quali si osserva un peggioramento della profittabilità delle imprese quando l'amministratore delegato in entrata è legato da vincoli parentali con quello uscente. In particolare, con riferimento all'esperienza Canadese, si è osservato un calo del ROE del 20% nel biennio successivo al cambio del controllo a favore di un manager legato al precedente. Lo stesso calo non si osserva quando non vi è alcun legame di parentela.

In Germania due terzi delle piccole e medie imprese sono gestite dai proprietari e, con riferimento al complesso delle imprese, la carica di amministratore delegato è ricoperta da un parente dell'amministratore uscente nel 40% dei casi.

In Italia, nel corso del tempo il peso dei gruppi di imprese familiari tra i primi dieci per livello di capitalizzazione alla Borsa di Milano è andato riducendosi. A fine 2000, infatti, tra i primi dieci gruppi solo due potevano definirsi familiari. Diversa la situazione negli anni Novanta, quando era “familiare” la metà dei gruppi. Al contrario, il peso del controllo familiare rimane prevalente nella piccola e media impresa: tra le PMI circa il 95% può essere definito a gestione familiare. Si tratta in generale di imprese giovani che nel 40% dei casi sono guidate da esponenti della prima generazione di proprietari (fondatori). Nel 65% dei casi, tuttavia, l'imprenditore di prima generazione ha oltre 50 anni, cosa che pone tali aziende di fronte a uno dei problemi più complessi della vita di un'impresa familiare: il cambio di generazione. Nel 70% dei casi, infatti, le aziende di questo tipo non sopravvivono al passaggio dalla prima alla seconda generazione, cosicché, la percentuale di famiglie che riescono a mantenere il controllo della loro impresa è pari al 35% nella seconda generazione e al 15% nella terza. In Italia le imprese di tipo familiare mostrano un buon andamento soprattutto nella fascia 50-250 milioni di euro (medie imprese) e quando sono inserite in contesti distrettuali, anche se quest'ultimo elemento non rappresenta la regola. In generale, nelle imprese familiari il punto di forza principale deriva dall'assenza di conflitti di interesse tra proprietario e manager, che evita il pericolo che le decisioni di questi ultimi possano essere in contrasto con il fine del perseguimento del massimo profitto. Gli svantaggi emergono nella fase di crescita, quando le dimensioni aziendali divengono tali da non permettere più alla singola famiglia di sostenere con il proprio patrimonio finanziario e gestionale lo sviluppo. In questa fase le due alternative (indebitamento e finanziamento esterno) possono determinare un conflitto di interessi tra finanziatore e finanziato, e generare quindi quei costi la cui assenza è, appunto, la forza della struttura familiare.

	Imprese familiari (numero dei gruppi)	Imprese pubbliche (numero dei gruppi)	C10
1930	1	1	38,98%
1940	2	1	50%
1950	3	1	43,08%
1960	4	1	46,48%
1970	5	3	39,85%
1980	5	1	42,96%
1990	5	3	38,16%
2000	2	2	16,60%

C10 = concentrazione delle prime 10 imprese rispetto al mercato totale

Fonte: "The history of corporate ownership in Italy", London Business School 2003

## IL TORO A CAVALLO

G. Pedone ☎ 06-4702 7055  
 giovanni.pedone@bnlmail.com

L'ottimismo da Pil Usa non riesce a catalizzare le forze rialziste, scontrandosi piuttosto con i primi dubbi sulla sostenibilità della ripresa stessa.

Il costo del denaro ai minimi da 45 anni, previsto stabile in assenza di pressioni inflazionistiche, dovrebbe comunque garantire una buona autonomia ai listini. La miopia del mercato azionario, quindi, è imputabile non tanto ad una visione macro pessimistica o quantomeno scettica, bensì ad una stanchezza fisiologica dopo sette mesi di crescita continua.

Il fatto stesso che il *rally* si faccia sempre meno coinvolgere da *rush* improvvisi o fiammate giornalieri, ed abbia invece rallentato il passo di risalita, è di per sé un elemento di maturità e stabilità a favore del Toro.

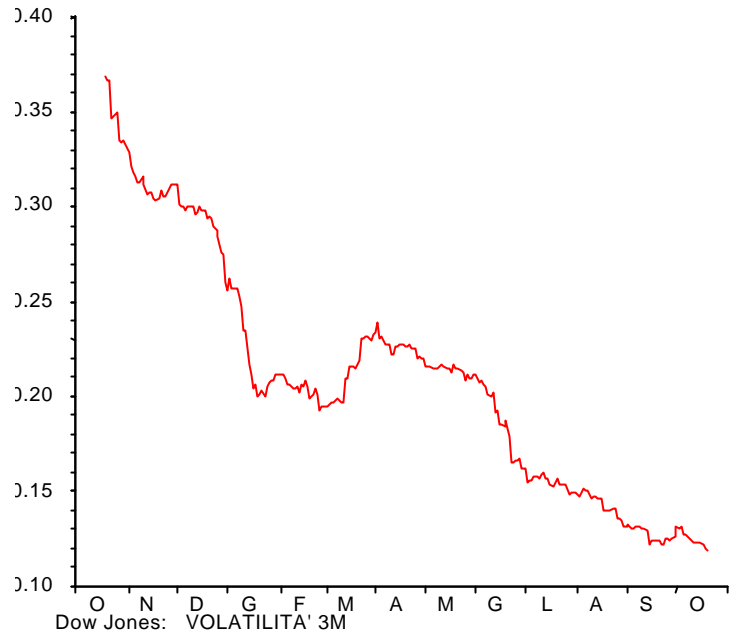
In tal modo gli indici hanno infatti il tempo per scaricare ipercomprato ed indicatori di nervosismo, abbattendo ai minimi il rischio di formazione di bolle, proporzionale alla velocità di ascesa.

I nuovi dati macroeconomici accentuano piuttosto il divario tra Europa e Stati Uniti, non solo in termini di crescita ma anche e soprattutto in termini di prospettive dei relativi mercati azionari. Grazie alla debolezza del dollaro, il *boom* dell'export ha dato un contributo fondamentale ai bilanci delle società statunitensi che non hanno avuto troppe difficoltà a battere le stime nelle ultime trimestrali, lanciando Wall Street verso nuovi massimi.

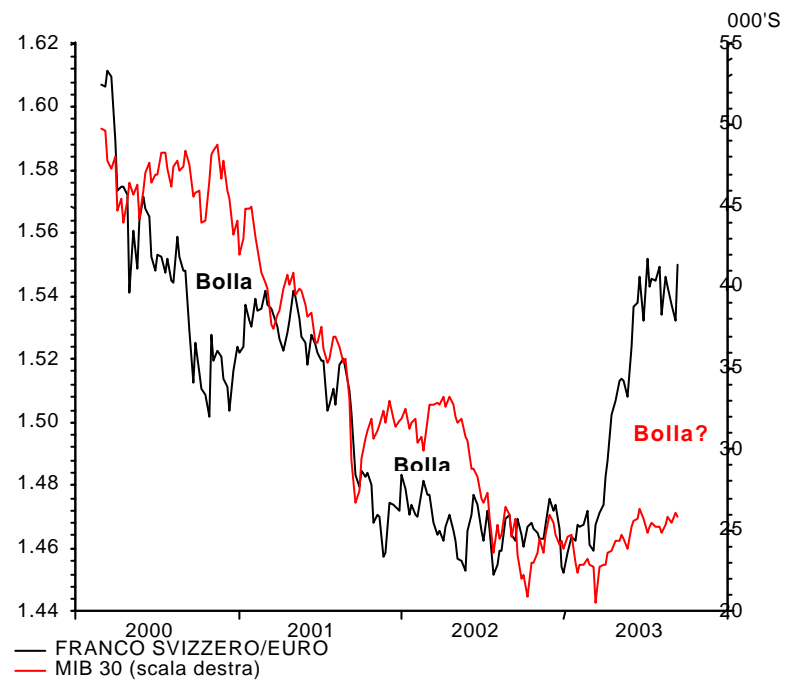
Più che una scommessa di breve periodo, il rialzo della tecnologia americana appare come un risveglio dal lungo letargo post bolla. La volatilità intrinseca al comparto e le valutazioni eccessive di alcuni *leader* non impediscono il flusso costante di segnali positivi a rafforzare la credibilità del mini rinascimento tecnologico (dagli *Internet* puri ai semiconduttori).

In tal senso, il Nasdaq accentua ancor di più la supremazia dell'*equity* statunitense, sia come mera *performance* sia come possibilità di scelta dell'investimento. L'approccio *bottom-up* (partire dal singolo titolo) resta infatti il metodo migliore per distinguere buoni fondamentali da temi speculativi e non rimanere intrappolati in mode passeggero.

### Volatilità ai minimi storici



### Franco svizzero e sopravvalutazioni



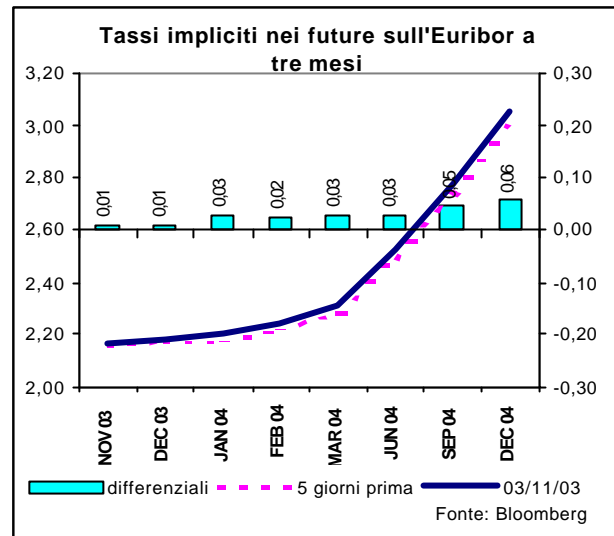
Fonti: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Bloomberg, Datastream, N.Y.S.E.

	3/10/03	- 1 sett.	Dati storici				Variazioni percentuali				
			- 1 mese	- 1 anno	inizio '01	inizio '00	- 1 sett.	- 1 mese	- 1 anno	inizio '01	inizio '00
MIBTEL	18.977	18.736	19.256	16.455	29.834	28.094	1,3	-1,4	15,3	-36,4	-32,5
MIB 30	25.526	25.155	26.045	22.184	42.906	41.477	1,5	-2,0	15,1	-40,5	-38,5
DOW JONES IND.	9.572	9.313	9.568	7.717	10.646	11.358	2,8	0,0	24,0	-10,1	-15,7
NASDAQ	1.881	1.792	1.853	1.166	2.292	4.131	4,9	1,5	61,3	-17,9	-34,5
STANDARD & POOR'S	1.030	997	1.026	819	1.283	1.455	3,3	0,3	25,8	-19,7	-29,2
NIKKEI 225	10.709	10.318	10.716	8.936	13.786	18.934	3,8	-0,1	19,8	-22,3	-43,4
FTSE100	4.274	4.157	4.262	3.880	6.175	6.930	2,8	0,3	10,1	-30,8	-38,3
CAC40	3.296	3.217	3.423	2.861	5.799	5.917	2,5	-3,7	15,2	-43,2	-44,3
DAX30	3.419	3.325	3.648	2.813	6.290	6.751	2,8	-6,3	21,5	-45,6	-49,4
MADRID	734	724	769	587	879	1.012	1,4	-4,5	25,0	-16,5	-27,5
SINGAPORE	1.670	1.628	1.605	1.352	1.896	2.583	2,6	4,1	23,5	-11,9	-35,3
HONG KONG	11.609	11.290	11.102	8.984	14.870	17.370	2,8	4,6	29,2	-21,9	-33,2
DJ EURO STOXX50	2.516	2.448	2.642	2.305	4.702	4.849	2,8	-4,7	9,2	-46,5	-48,1
MSCI WORLD	944	912	923	742	1.202	1.422	3,5	2,3	27,2	-21,4	-33,6
MSCI EMU	133	129	139	118	233	243	2,5	-4,3	12,1	-43,1	-45,4
MSCI FAR EAST	2.123	2.013	1.978	1.619	2.572	3.605	5,4	7,3	31,1	-17,5	-41,1
MSCI NORTH AMERICA	1.041	1.008	1.038	820	1.302	1.525	3,3	0,4	27,0	-20,0	-31,7

## LE PREVISIONI SU TASSI E CAMBI

A. De Romanis ☎ 06-47028441 – amalia.deromanis@bnlmail.com

- Negli Usa, la sorprendente crescita del Pil del III trimestre (+7,2% t/t annualizzato) si è accompagnata a un calo dell'occupazione (-41.000 unità) e delle scorte (-\$35,8 mld): due fattori che in prospettiva giocano in senso opposto sullo sviluppo dell'economia, ma che nell'insieme dovrebbero portare ad un rallentamento della crescita dal trimestre in corso verso il 3-4% circa. Per le scorte ci si attende una loro ricostituzione già dal IV trimestre visto il bassissimo livello toccato dal rapporto scorte/vendite. Per contro, i consumi privati potrebbero rallentare a seguito di una mancata significativa ripresa dell'occupazione, a una minore convenienza al rifinanziamento dei mutui ipotecari e all'esaurirsi degli effetti dei tagli fiscali di luglio. Un primo segnale negativo in questo senso è venuto dalla diminuzione in settembre (-0,3% m/m) delle spese per consumo delle famiglie. Parte dell'incremento del Pil del III trimestre potrebbe aver decurtato la crescita futura. Si tratta in particolare del forte aumento, per il secondo trimestre consecutivo, degli acquisti di beni di consumo durevoli (+26,9% t/t annualizzato nel III trimestre), dell'elevata dinamica dell'edilizia residenziale (+20,4%) e della crescita sorprendentemente anemica delle importazioni (+0,1%), tutti fattori che potrebbero cambiare direzione già dal trimestre in corso. Resta il fatto che la dinamica del Pil risulta più equilibrata nel III trimestre e quindi più duratura in prospettiva perché la ripresa degli investimenti, iniziata nel II trimestre, si sta consolidando come mostra il forte aumento della spesa per impianti, macchinari e software (+15,4% nel III trimestre) e degli ordinativi di beni durevoli (esclusi difesa e velivoli), saliti in settembre del 3,9% m/m.



- In Europa gli indici di fiducia hanno lanciato segnali complessivamente incoraggianti in ottobre, anche se per il momento le indicazioni positive stentano a traslarsi sugli indicatori reali. Secondo gli indici della Commissione europea, la fiducia è migliorata in ottobre nell'area dell'euro. Il progresso dipende prevalentemente dal comparto industriale, mentre la fiducia dei consumatori è rimasta stabile a un livello inferiore a quello registrato dopo gli attentati dell'11 settembre. L'umore del mondo imprenditoriale è progredito un po' in tutti i paesi europei a cominciare dalla Germania, per passare alla Francia e all'Olanda che probabilmente sono stati influenzati dai crescenti segnali di recupero emersi dallo scenario internazionale. Anche l'indice Pmi manifatturiero di ottobre è salito a 51,3 dal precedente 50,1 rimanendo per il secondo mese consecutivo sopra la soglia di 50 che suggerisce un aumento dell'attività economica. Le indicazioni avvalorano l'ipotesi che il punto di minimo del ciclo si sia posizionato nel II trimestre del 2003 e che successivamente sia iniziata una fase di lento miglioramento, che dovrebbe proseguire e consolidarsi nel corso del 2004 ma su livelli non particolarmente vigorosi.
- La stima *flash* dell'inflazione di ottobre comunicata da Eurostat rimane ancorata al 2,1%, lo stesso livello di agosto e settembre. Le attese sono però per una riduzione sotto il 2% entro fine anno trainata soprattutto dalla favorevole dinamica dei prezzi sensibili alla domanda, solo parzialmente contrastati da tensioni indotte dai prezzi amministrati e da inasprimenti tariffari. I riflettori sono quindi puntati sul nuovo presidente della Bce, Jean Claude Trichet, che è entrato in carica il primo di novembre e terrà la sua prima conferenza stampa dopo il meeting della Bce del 6 novembre che dovrebbe lasciare i saggi guida invariati.
- La Bank of England potrebbe muoversi prima della Fed e della Bce nell'invertire la politica monetaria, con un rialzo di 25 pb al 3,75% il 6 novembre. Il rialzo si giustifica con la crescita sostenuta del Pil nel III trimestre (0,6% m/m e 1,9% a/a) e soprattutto con l'elevata dinamica dei consumi e del mercato immobiliare che riflette il basso livello dei tassi di interesse e una politica fiscale espansiva. In settembre i prezzi delle case hanno ripreso ad accelerare salendo del 2% m/m (16,1% a/a) e l'indebitamento delle famiglie è aumentato dell'1,2% m/m (14% a/a), soprattutto a causa del forte aumento dei mutui ipotecari (14,1% a/a).

Previsioni	dato storico 03/11/2003	previsioni			
		a 1 mese	a 3 mesi	a 6 mesi	a 12 mesi
<b>Tassi di cambio</b>					
yen-dollaro	110,89	109,50	108,20	108,00	106,50
dollaro-euro	1,148	1,172	1,174	1,178	1,190
yen-euro	127	128	127	127	127
sterlina-euro	0,682	0,682	0,681	0,680	0,676
<b>Eurotassi a 3 mesi</b>					
dollaro	1,19	1,18	1,20	1,30	1,75
euro	2,16	2,00	2,00	2,10	2,20
yen	0,01	0,06	0,06	0,07	0,10
sterlina	3,98	4,00	4,02	4,20	4,45
<b>Titoli di Stato a 10 anni</b>					
Stati Uniti	4,38	4,40	4,48	4,60	4,90
Germania	4,39	4,35	4,40	4,45	4,60
Giappone	1,46	1,45	1,45	1,55	1,58
Italia	4,52	4,48	4,53	4,58	4,73
Gran Bretagna	5,15	5,10	5,12	5,15	5,20



## LE PREVISIONI SUI PREZZI

A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com)

### PREZZI AL CONSUMO

#### EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT)

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	109,6	109,8	110,4	110,9	111,1	111,1	111,0	111,0	111,3	111,6	111,5	112,0	110,9
2003	111,9	112,4	113,1	113,2	113,2	113,3	113,1	113,3	113,6	113,9	113,8	114,1	113,2
2004	114	114,3	114,8	114,9	115	115	114,9	114,9	115,2	115,5	115,5	115,9	115,0
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,1	0,2	0,5	0,5	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,4	0,2
2003	-0,1	0,4	0,6	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	0,2
2004	-0,1	0,3	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	0,1
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,6	2,5	2,5	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,2
2003	2,1	2,4	2,4	2,1	1,9	2,0	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	1,9	2,1
2004	1,9	1,7	1,5	1,5	1,6	1,5	1,6	1,4	1,4	1,4	1,5	1,6	1,5

#### ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2001=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	101,1	100,8	101,7	102,4	102,7	102,8	102,7	102,5	103,1	103,6	103,9	104,1	102,6
2003	103,9	103,4	104,7	105,5	105,7	105,8	105,7	105,3	106,1	106,5	106,7	106,8	105,5
2004	106,5	106,1	107,0	107,6	107,8	107,9	107,8	107,6	108,1	108,5	109,0	109,1	107,8
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,0	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2
2003	-0,2	-0,5	1,3	0,8	0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,8	0,4	0,2	0,1	0,2
2004	-0,3	-0,4	0,8	0,6	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,8	2,8	2,9	3,0	2,6
2003	2,8	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	2,7	2,9	2,8	2,7	2,6	2,8
2004	2,5	2,6	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,2	1,9	1,9	2,2	2,2	2,1

#### ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100

	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	117,4	117,9	118,0	118,4	118,6	118,7	118,8	119,0	119,3	119,6	120,0	120,1	118,8
2003	120,6	120,9	121,3	121,6	121,8	121,8	122,0	122,3	122,6	122,7	123,0	123,1	122,0
2004	123,5	123,6	123,8	124,1	124,2	124,2	124,3	124,5	124,7	125,0	125,2	125,3	124,4
<b>variazioni congiunturali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	0,5	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2
2003	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
2004	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
<b>variazioni tendenziali</b>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2002	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,2	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,5
2003	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	2,8	2,6	2,5	2,5	2,7
2004	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

## PREVISIONI SULLA CRESCITA ECONOMICA

C. Mazio ☎ 06-47028431 – [cristiana.mazio@bnlmail.com](mailto:cristiana.mazio@bnlmail.com) (per Usa)  
 A. De Romanis ☎ 06-47028441 – [amalia.deromanis@bnlmail.com](mailto:amalia.deromanis@bnlmail.com) (per Euro-12)  
 A. Sagnotti ☎ 06-47028436 – [antonio.sagnotti@bnlmail.com](mailto:antonio.sagnotti@bnlmail.com) (per Italia)

### PRODOTTO INTERNO LORDO

(variazioni % in termini reali)

#### STATI UNITI

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,4	0,8	1,7	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0
var.% trim su trim annualizzato				1,4	3,3	7,2	3,5	4,1	3,7	3,9	4,0
var.% anno su anno	2,4	2,9	4,2	2,0	2,5	3,3	3,8	4,5	4,6	3,8	3,9

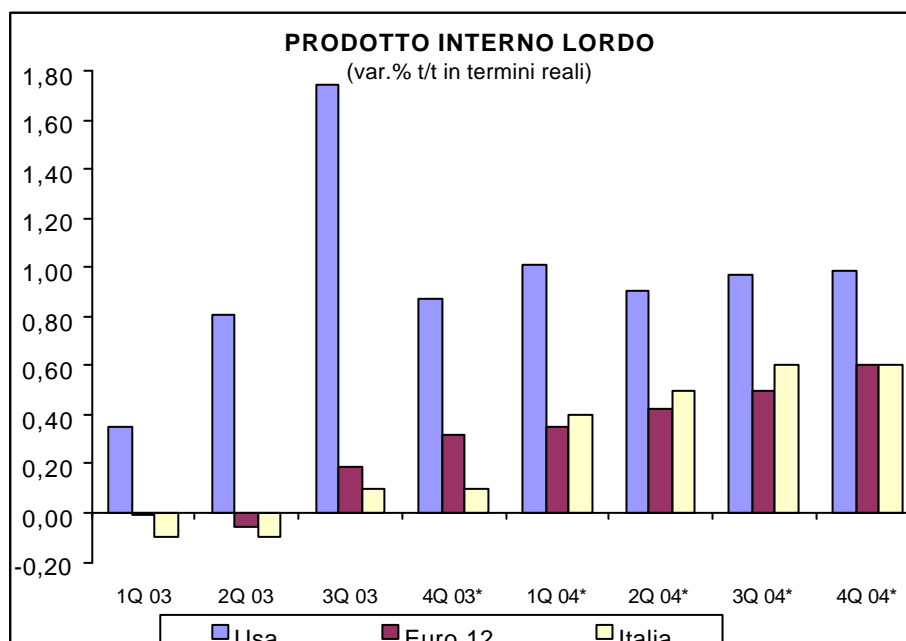
#### AREA EURO

	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				0,0	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6
var.% trim su trim annualizzato				0,0	-0,2	0,7	1,3	1,4	1,7	2,0	2,4
var.% anno su anno	0,9	0,4	1,4	0,7	0,2	0,2	0,4	0,8	1,3	1,6	1,9

#### ITALIA

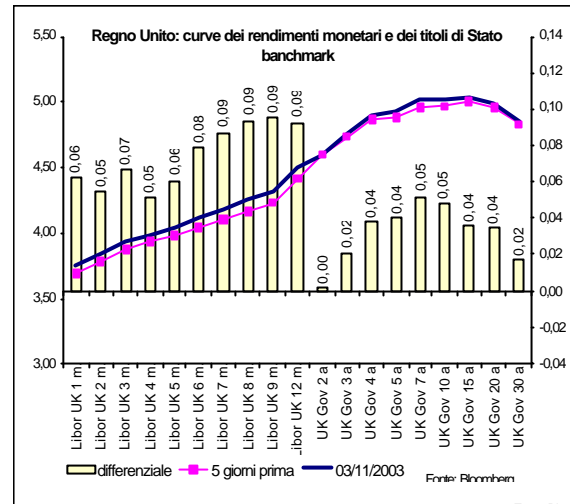
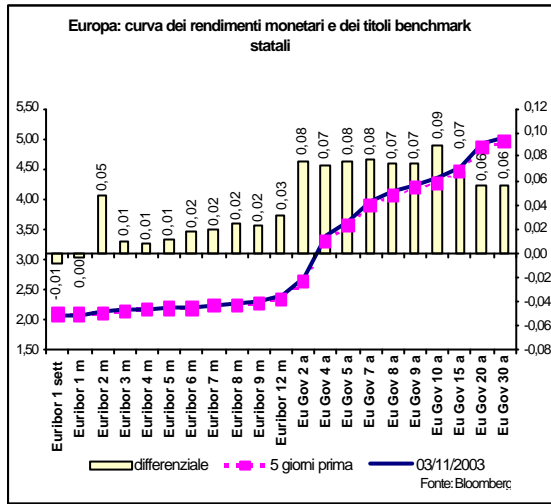
	2002	2003	2004	2003				2004			
	media annua			I	II	III*	IV*	I*	II*	III*	IV*
var.% trim su trim				-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,5	0,6	0,6
var.% trim su trim annualizzato				-0,4	-0,4	0,4	0,4	1,6	2,0	2,4	2,4
var.% anno su anno	0,4	0,4	1,5	0,8	0,3	0,3	0,3	0,5	1,2	1,8	2,4

PIL 2002 (mld di euro) a prezzi correnti	
Stati Uniti	11.054
Euro 12	7.063
Italia	1.254



# PANORAMA TASSI & EURO

M.L. Quintili ☎ 06-47028422 – marialuisa.quintili@bnlmail.com



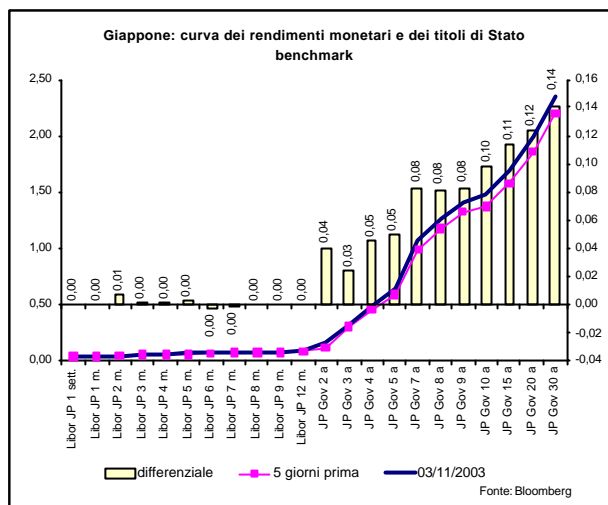
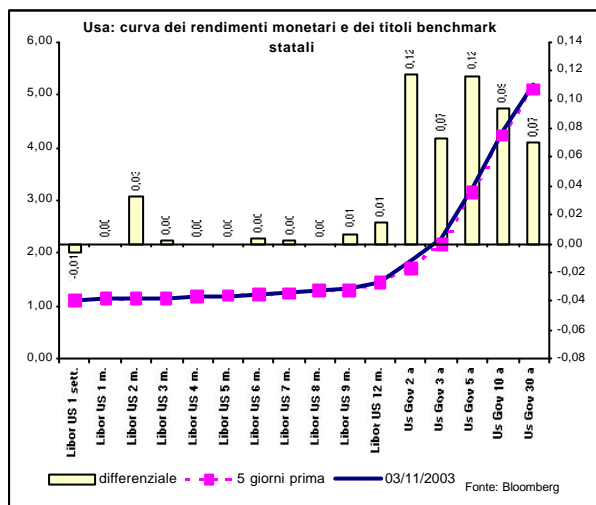
## Tassi di cambio con l'EURO delle principali valute

	Dati storici						Var. % dell'euro contro le altre valute				
	31/10/03	- 1 sett.	- 1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99	- 1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	4/1/99
	USA	1,162	1,178	1,165	0,986	1,049	1,179	-1,3	-0,3	17,8	10,8
Canada	1,531	1,541	1,572	1,545	1,655	1,800	-0,7	-2,6	-0,9	-7,5	-15,0
Australia	1,646	1,683	1,710	1,781	1,856	1,910	-2,2	-3,7	-7,6	-11,3	-13,8
Nuova Zelanda	1,902	1,937	1,954	2,041	1,998	2,223	-1,8	-2,6	-6,8	-4,8	-14,4
Giappone	126,7	129,0	128,8	121,0	124,4	133,7	-1,8	-1,6	4,7	1,9	-5,2
Argentina	3,345	3,355	3,392	3,491	3,531	1,180	-0,3	-1,4	-4,2	-5,3	183,5
Svizzera	1,551	1,547	1,540	1,463	1,452	1,617	0,2	0,7	6,0	6,8	-4,1
Regno Unito	0,686	0,695	0,699	0,633	0,651	0,711	-1,2	-1,8	8,5	5,5	-3,5
Svezia	9,047	9,051	8,963	9,090	9,153	9,470	0,0	0,9	-0,5	-1,2	-4,5
Danimarca	7,434	7,431	7,426	7,432	7,429	7,450	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,2
Norvegia	8,211	8,240	8,184	7,365	7,276	8,855	-0,4	0,3	11,5	12,9	-7,3
Cipro	0,583	0,584	0,584	0,571	0,573	0,582	-0,2	-0,2	2,1	1,7	0,1
Repubblica Ceca	32,04	32,13	31,84	30,78	31,58	35,11	-0,3	0,6	4,1	1,5	-8,8
Estonia	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	15,65	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	259,3	258,3	255,0	241,3	236,3	251,5	0,4	1,7	7,4	9,7	3,1
Lettonia	0,646	0,651	0,648	0,597	0,614	0,667	-0,8	-0,4	8,2	5,2	-3,2
Lituania	3,453	3,452	3,452	3,453	3,453	4,716	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,8
Malta	0,427	0,428	0,428	0,414	0,418	0,443	-0,4	-0,4	3,1	2,0	-3,8
Slovacchia	41,40	41,54	41,17	41,47	41,50	42,99	-0,3	0,6	-0,2	-0,2	-3,7
Slovenia	235,8	235,6	235,5	229,1	230,2	189,0	0,1	0,1	2,9	2,5	24,7
Polonia	4,7002	4,696	4,623	3,978	4,021	4,071	0,1	1,7	18,2	16,9	15,4
Russia	34,81	35,36	35,62	31,48	33,53	25,32	-1,6	-2,3	10,6	3,8	37,5
EURO	89,2	90,1	90,0	82,1	84,5	93,3	-1,0	-0,9	8,7	5,6	-4,4

Fonte : Datastream.

# PANORAMA TASSI & DOLLARO USA

M.L. Quintili ☎ 06-47028422 – marialuisa.quintili@bnlmail.com



## Tassi di cambio con il Dollaro USA delle principali valute

	Dati storici						Var. % valuta locale rispetto al \$ Usa				
	valuta locale per dollaro Usa						-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02
	31/10/03	-1 sett.	-1 mese	-1 anno	1/1/03	3/1/02					
Canada	1,318	1,307	1,352	1,559	1,572	1,598	-0,8	2,6	18,3	19,2	21,2
Australia (*)	0,708	0,699	0,680	0,555	0,562	0,516	1,2	4,1	27,5	26,0	37,2
Nuova Zelanda (*)	0,614	0,610	0,595	0,486	0,524	0,425	0,6	3,1	26,2	17,1	44,3
Giappone	110,0	109,3	111,5	122,5	118,8	131,8	-0,7	1,3	11,3	7,9	19,8
Corea del Sud	1.177	1.179	1.150	1.233	1.200	1.320	0,2	-2,3	4,8	2,0	12,2
Filippine	55,36	55,05	54,59	53,05	53,60	51,60	-0,6	-1,4	-4,2	-3,2	-6,8
Indonesia	8.505	8.495	8.358	9.215	8.950	10.370	-0,1	-1,7	8,3	5,2	21,9
Singapore	1,738	1,742	1,728	1,768	1,734	1,849	0,2	-0,6	1,7	-0,2	6,4
Thailandia	39,92	39,91	40,06	43,30	43,11	44,05	0,0	0,4	8,5	8,0	10,3
Cina	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	8,28	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
India	45,40	45,31	45,86	48,36	47,97	48,27	-0,2	1,0	6,5	5,7	6,3
Argentina	2,93	2,87	2,95	3,53	3,36	1,00	-1,9	0,8	20,4	14,8	-66,0
Brasile	2,85	2,87	2,89	3,64	3,54	2,30	0,7	1,5	27,7	24,2	-19,5
Cile	627,9	635,5	661,1	726,8	720,3	646,3	1,2	5,3	15,8	14,7	2,9
Colombia	2.886	2.863	2.904	2.781	2.867	2.297	-0,8	0,6	-3,6	-0,6	-20,4
Messico	11,06	11,18	11,04	10,15	10,46	9,11	1,1	-0,2	-8,2	-5,4	-17,7
Perù	3,47	3,48	3,48	3,60	3,50	3,44	0,1	0,3	3,8	0,9	-0,9
Uruguay	28,61	28,41	28,18	27,23	27,20	14,75	-0,7	-1,5	-4,8	-4,9	-48,4
Venezuela	1.598	1.598	1.598	1.427	1.387	759	0,0	0,0	-10,7	-13,2	-52,5
Israele	4,50	4,50	4,42	4,78	4,75	4,48	0,0	-1,6	6,3	5,6	-0,3
Sud Africa	6,86	6,92	6,95	10,02	8,57	12,37	0,9	1,3	46,0	24,9	80,3
Turchia	1.482.477	1.482.890	1.387.716	1.666.520	1.643.699	1.429.847	0,0	-6,4	12,4	10,9	-3,6
Area dell'Euro (*)	1,162	1,178	1,165	0,986	1,049	0,904	-1,3	-0,3	17,8	10,8	28,6
Regno Unito (*)	1,698	1,695	1,661	1,566	1,610	1,439	0,2	2,2	8,5	5,5	18,0
Svizzera	1,340	1,313	1,319	1,476	1,383	1,650	-2,0	-1,5	10,2	3,3	23,2
Danimarca	6,41	6,31	6,37	7,50	7,08	8,28	-1,7	-0,7	17,0	10,4	29,2
Norvegia	7,01	6,99	7,02	7,47	6,97	8,87	-0,2	0,2	6,5	-0,6	26,5
Svezia	7,84	7,71	7,76	9,15	8,69	10,28	-1,6	-1,0	16,8	10,9	31,2
Russia	29,86	29,92	30,61	31,74	31,78	30,14	0,2	2,5	6,3	6,5	0,9
Polonia	4,03	3,93	3,95	4,03	3,81	3,96	-2,4	-2,0	0,1	-5,4	-1,7
Repubblica Ceca	27,56	27,29	27,33	30,93	30,14	35,27	-1,0	-0,8	12,3	9,4	28,0
Ungheria	224,8	217,6	218,6	243,7	224,9	272,9	-3,2	-2,7	8,4	0,0	21,4
<b>DOLLARO USA</b>	<b>99,0</b>	<b>98,1</b>	<b>100,3</b>	<b>113,9</b>	<b>110,5</b>	<b>122,0</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-13,1</b>	<b>-10,4</b>	<b>-18,9</b>
<i>cambio effettivo nominale</i>											

(\*) Dollaro Usa per valuta locale.

Fonte : Datastream.

## IL CALENDARIO DELLA SETTIMANA ECONOMICA (DAL 4 AL 10/11/2003)

D. Felicetti ☎ 06-4702 8424 - daniela.felicetti@bnlmail.com

GIORNO	EVENTI
Mercoledì 5	Stati Uniti: discorso di Greenspan sul settore bancario Intervento di Santomero della Federal Reserve sulla politica monetaria
Giovedì 6	Area Euro: la Commissione Europea pubblica le previsioni del Pil del terzo e quarto trimestre Area Euro: annuncio tassi di interesse 📞 Regno Unito: annuncio tassi di interesse 📞 Stati Uniti: intervento di Greenspan sull'economia americana 📞
Venerdì 7	Stati Uniti: interventi di McTeer della Federal Reserve e Taylor sul debito pubblico Stati Uniti: discorso di Guynn della Federal Reserve sull'economia americana

GIORNO	PAESE	STATISTICHE	PERIODO	PRECEDENTE	PREVISIONE	
<b>UNIONE EUROPEA</b>						
Martedì 4	Francia	Indice di fiducia dei consumatori	ottobre	-27	-29	
Mercoledì 5	Italia	PMI (servizi)	ottobre	53,1	53,0	
	Area Euro	PMI (servizi) 📞	ottobre	53,6	53,5	
		PMI sintetico	ottobre	53,4	52,8	
	Regno Unito	Produzione industriale	settembre	-0,9% m/m;-0,9% a/a	0,3% m/m;-0,6% a/a	
		PMI (servizi)	ottobre	58,7	59,0	
	Area Euro	Vendite al dettaglio (zona euro)	agosto	0,1% m/m;0,0% a/a	-0,5% m/m;-0,9% a/a	
Giovedì 6	Germania	Tasso di disoccupazione	settembre	8,8%	8,9%	
		Variazione numero disoccupati	ottobre	-14.000	3.000	
		Tasso di disoccupazione	settembre	10,5%	10,5%	
Venerdì 7	Germania	Ordini all'industria	settembre	0,1% m/m	0,8% m/m	
		Produzione industriale	settembre	-3,7% m/m	0,6% m/m	
<b>STATI UNITI E GIAPPONE</b>						
Mercoledì 5	Stati Uniti	Ordini all'industria	settembre	-0,8% m/m	1,0% m/m	
		ISM non manifatturiero 📞	ottobre	63,3	65,0	
Giovedì 6	Stati Uniti	Richieste sussidio di disoccupazione	1 novem.	386.000	379.000	
Venerdì 7	Giappone	Spese per consumi	settembre	1,0% a/a	-1,6% m/m	
		Stati Uniti	Salari medi orari	ottobre	-0,1% m/m	0,3% m/m
			Ore settimanali lavorate	ottobre	33,7	33,8
			Variazione occupati non agricoli 📞	ottobre	57.000	60.000
			Tasso di disoccupazione	ottobre	6,1%	6,1%
			Scorte all'ingrosso	ottobre	-0,2% m/m	0,2% m/m
			Credito al consumo	ottobre	\$ 8,2 mld	\$ 7,0 mld